

Rämpspommide ajajärk

Sarnaseselt USA-s hiljuti terroristide poolt õhkida plaanitud radioaktiivset saasta levitavale *dirty bomb*-ile on aktsiaturule mõnevõrra sarnane mõju ka oluliste ettevõtete tõsistel eksimustel. Hoolimata lõhkemiskohast on plahvatuse mõju laialdasem, ulatudes teistesegi majandussektoritesse. *Worldcom*-i 3.8 miljardi USD suuruse "raamatupidamisvea" avastamine on selliste juhtumite klassika. *Enroni*, *Tyco* ja teiste eelnenud finantsskandaalide tõttu niigi nõrgestatud närvisüsteemiga investoritele avaldasid USA suuruselt teise telekomiooperaatori väga võimalikule pankrotile viitavad uudised taas ülesraputavat mõju ja intensiivistasid aktsiate müüki. **Nõrgenenud dollar** mõjutab esialgu Ameerika finantsvarade populaarsust negatiivselt, omades samas osade (kulud suuremas osas dollaris) USA eksportööride jaoks majandustingimusi leevendavat mõju.

Euroopa keskpangale annab dollari nõrkus vähem põhjust inflatsioonikartuseks ja võimaldab jätkata lõdvema intressipoliitikaga. US Treasury juht Paul O'Neill oli varem alumiiniumitööstusgigandi Alcoa juht ja tundis omal nahal tugevna dollari tõttu konkurentsivõime kaotamise valu. Seega on tõenäoline, et eriti võrreldes tugeva dollari eestvõitleja R. Rubiniga ja ka L. Summersiga (üleelmine ja eelmine *treasury* juht) ta pigem soosib dollari nõrgenemist mõistlikes piirides tööstuse huvides.

Suurte ettevõtete ebaõnnestumine ja pankrotid on majanduse taastumisfaasi täiesti loomulik osa ja sellistel juhtumitel ei ole ilmingimata pikaajalist negatiivset mõju majandusele ja aktsiaturule. Pankrotistuva ettevõtte teenuseid osutab lihtsalt keegi teine ja ebaoluline on ühe ettevõtte kadumise negatiivne mõju lõpptarbimisele. Summeeritult hakkavad sellised juhtumid mõju avaldama siis, kui kokkukukkuvate ettevõtete hävinev turukapitalisatsioon hakkab liiga kiiresti sööma USA aktsiaindeksi väärtust vähendades selle kaudu perekondade jõukust või kui vaevaliselt taastuma asunud majandus ei suuda genereerida pankrotistuvate ettevõtete töötajatele uusi töökohti ja tööpuudus kokkuvõttes jälle kasvu näitab.

Olulisem aktsiaturuga seotud varadest on USA majapidamiste varade koosseisus nende kinnisvara. Ja vähemalt esialgu pole kinnivaraturg andnud põhjust oma vastupidavuses kahelda. Juuni lõpus avaldatud uute majade müüginumbrid olid parimad viimase kuue kuu jooksul nähtust. Elamute hindade püsiv tõus on muutnud kodu omamise viletsa aktsiaturu taustal veelgi olulisemaks ja madalad intressimäärad teevad kinnivarasse investeerimise soodsamaks. Viimaste Freddie Mac-i avaldatud andmete põhjal on 30-aastaste fikseeritud intressimääraga hüpoteeklaenude intressimäär langenud 6.63%-ni, mis on viimase viie kuu madalamim tase. Siinkohal on hoiatava näitena paslik meenutada Jaapanit kus pärast aktsiaturu *crash*-i kestis kinnisvarabuum veel paar aastat.

Samas pole USA võrdlemine Jaapaniga ja selle põhjal vähemalt dekaadi kestva majandussurutise ootamine meie hinnangul adekvaatne, kuna paljud asjaolud kõnelevad pigem ameeriklaste kasuks. Majandus pole ligilähedaseltki samavõrra sügavalt omavahel põimunud poliitika ja majandusgrupeeringute huvidest mõjutatud ja seetõttu pole Jaapani panganduse krooniliste haiguste tekkimist USA-s vast oodata. Ka aastases plaanis usutav Brasiilia võla võimalik *default* ja tõenäoline restruktureerimine ei tohikis suuremate pankade jaoks ületamatu probleem olla.

Hoolimata esimese kvartali veelgi ülespoole korrigeeritud majanduse kasvunumbri (6,1%) jäi eratarbimise kasv endiselt nõrgaks (3,3%, nõrgenedes teises kvartalis Morgan Stanley analüütikute hinnangul 2,0-2,5%-ni) ning kasvule aitas kaasa ettevõtete laovarude likvideerimise pidurdumine.

Tarbijate sentimendi kukkumine juuni lõpus ei sisenda erilist optimismi GDP ligilähedaseltki sarnase kasvu ootamiseks kolmandas kvartalis. Teise kvartali lõpus toimunud globaalne aktsiahindade langus näitab, et *double-dip* ("kahekordne põhjaskäik") kartus hakkab kiire taastumise lootusest võitu saama.

Aktsiaturg vaagib hetkel kahe võimaluse vahel: kas võtta visioon, et tõenäoliselt eesmisev majanduskasvu pidurdumine on tõepoolest klassikaline *double-dip* ja sellele järgneb hoomatavas tulevikus tugev taastumine või annab kõigi eelnenud ja pettumuseks osutunud "majandus terveneb kuue kuu pärast" ootuste läbielamine tulemuseks aktsiaturu jätkuva korrektsiooni vastavalt mitmeaastasele majanduse paigaltammumise stsenaariumile.

Meile tundub jätkuvalt mõistlik jääda ettevaatlike ootuste juurde: vaevaline majanduskasvu taastumine ja ajaloolisest keskmisest madalam suurte aktsiaindeksite tootlus lähiaastatel. Aktsiate fundamentaalselt põhjendatud hinnatasemetel lähenedes oleme hakanud portfelliges lisama ka Lääne-Euroopa aktsiariski. Näiteks müüsiime hiljuti novembris Nokia müügioptione, mille eest saadud tootlus eeldusel, et aktsia hind selle perioodi lõpuks ei lange, on ca 70% p.a. Volatiilsuse müük pikaks minemise võimalusega/olemisega tundub lähikuudel mõistlik strateegia ka Baltikumi aktsiaturul.

Viimase aja "rämpspommidest" enamus on välja tulnud tehnoloogiaettevõtetest, kus ootused peatsele paranemisele on pikka aega julgustanud juhtkonda suurtest möödalaastmistest avalikuse ees vaikima lootuses kasvu tingimustes auke kergemalt siluda. Kiirete kasvuootuste kadumine ja ettevõtete raamatupidamise tihedam kontroll SEC-i poolt tähendavad jätkuvat survet oma minevikus esitatud tulemuste konservatiivsemaks ülevaatamiseks. Lisaks võib kindel olla, et audiitorite tähelepanu on tänu *Arthur Andersen* lühikese aja jooksul toimunud totaalsele mainekaotusele edaspidi märksa teravam ja skandaalseks loetud meetodeid ettevõtete tulemuste ilustamiseks ilma kriitiliste märkusteta läbi ei lasta. Minevikus toimunud juhtumite väga tõenäoline jätkuv avaldamine tähendab järjekordseid hoope usaldusele aktsiaturu suhtes. Seega suhtume endiselt eelkõige NASDAQ indeksisse negatiivselt, kuid ootame ka tehnoloogia-sektoris üle paari aasta parimate ostuvõimaluste lähenemist 900-1200 punkti vahemikus (meie NASDAQ *target* alates 2001. detsembrist).

Juba viiendat kuud järjest on eelnevalt 18 kuud languses olnud USA tööstuse erinevaid parameetreid sisaldav ISM tööstusindeks tõusnud ja seda sektorit (loomulikult ka tehnoloogia-sektori eksportööre) toetab nüüd lisaks ka USD nõrgenemine.

Lähema kuue kuu kokkuvõttes on meie ootused laiapõhjaliste indeksite liikumise suhtes kokkuvõttes pigem positiivsed, kuigi lähiajal võime kardetavasti näha veelgi madalamaid tasemeid. Viimastel kuudel on USA aktsiate netomüüjatena tavapäraselt innukamad olnud Aasia ja Euroopa investorid. Tüüpiliselt on ajaloos saadud sellist tegevust jälgida just USA aktsiaturgude põhjade tegemise korral.

